

## Jurnal Ekonomi dan Bisnis

[www.jurnal.unikal.ac.id/index.php/jebi](http://www.jurnal.unikal.ac.id/index.php/jebi)

### PENGARUH PEMBIAYAAN MODAL KERJA DAN FINANCIAL CONSTRAINTS TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

**Yatazya Muzamil<sup>1</sup> dan Hersugondo Hersugondo<sup>2</sup>**

Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Diponegoro<sup>1,2</sup>

Email: [hersugondo@lecturer.undip.ac.id](mailto:hersugondo@lecturer.undip.ac.id)<sup>2</sup>

#### ARTICLE INFO

##### Article history:

Received: 21 Mei 2021

Received in revised form:

26 September 2021

Accepted: 27 September 2021

Available online: 27 September 2021

**Keywords:** Working capital  
 Financing, financial constraints,  
 Firm Performance.

#### ABSTRACT

*The purpose of this study is to examine the relationship between working capital financing and financial constraints for a sample of 109 non-financial firms in Indonesia. The study is based on secondary financial data of 109 Indonesian non-financial companies obtained from Bloomberg, pertaining to a period of 5 years (2015-2019). This study employs Generalized Method of Moments (GMM) as techniques. The findings show that working capital financing has a positive effect on firm performance. Results of the study confirm the inverted U-shape relationship between working capital financing and firm performance. In addition, the authors also found that financial constraints have a simultaneous effect on firm performance. The regression results also show the indicators of financial constraints, size, growth, and current ratio have a positive effect on the firm performance. Meanwhile, asset tangibility, age, and leverage have a negative effect on firm performance*

#### PENDAHULUAN

Perusahaan perlu melakukan pembiayaan terhadap kebutuhan operasionalnya, yaitu untuk modal kerja. Modal kerja merupakan selisih antara aset lancar dan kewajiban lancar (Altaf & Ahmad, 2019). Modal kerja menjadi parameter penting untuk menilai kesehatan keuangan perusahaan. Perusahaan yang memiliki utang jangka pendek tidak melebihi jumlah aset, maka perusahaan dalam keadaan sehat. Sedangkan, apabila utang jangka pendek lebih besar dari aset, maka terindikasi bahwa perusahaan mengalami kesulitan keuangan untuk membayarkan utangnya.

Oleh karena itu, proses alokasi modal kerja akan menentukan pencapaian kinerja suatu perusahaan. Sehingga diperlukan manajemen modal kerja yang efektif dan efisien. Manajemen modal kerja terbagi menjadi pengelolaan investasi dan pembiayaan modal kerja. Beberapa penelitian terdahulu telah melakukan penelitian mengenai pengelolaan investasi pada modal kerja terhadap kinerja perusahaan. Penelitian tersebut dilakukan antara lain seperti Baños-caballero et al., (2014). Sedangkan penelitian mengenai pembiayaan modal kerja belum banyak dilakukan.

Kebijakan yang diputuskan oleh perusahaan dalam melakukan pembiayaan modal kerja akan memberikan pengaruh pada kinerja perusahaan (Baños-Caballero et al., 2016). Sumber pembiayaan modal kerja perusahaan dapat diperoleh dari pembiayaan jangka pendek maupun jangka panjang. Terdapat dua strategi manajemen modal kerja yang dapat disesuaikan dengan kemampuan perusahaan yaitu strategi konservatif dan agresif. Kedua strategi tersebut memiliki manfaat dan dampak yang berbeda (Altaf & Ahmad, 2019).

Dalam hal positif penggunaan pembiayaan modal kerja dengan pembiayaan jangka pendek akan dampak positif pada kinerja perusahaan. Pihak yang memberikan utang pada perusahaan akan mengawasi kinerja perusahaan. Dengan adanya pengawasan tersebut, perusahaan dapat mengurangi masalah keagenan (Baños-caballero et al., 2014). Selain itu, pembiayaan modal kerja dengan pembiayaan jangka pendek akan menimbulkan hubungan positif perusahaan dengan pihak pemberi utang sehingga memperoleh biaya rendah atas utang perusahaan tersebut (Jun & Jen, 2003).

Perusahaan yang memiliki komposisi pembiayaan jangka pendek lebih besar pada modal kerja perusahaan memiliki risiko bisnis yang lebih besar dibandingkan dengan menggunakan pembiayaan jangka panjang. Timbulnya risiko tersebut akan berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan. Risiko ini timbul akibat adanya *refinancing* dan risiko bunga. Risiko ini akan menimbulkan kesulitan bagi perusahaan dalam melakukan pinjaman jangka pendek kembali. Selain itu, perusahaan juga akan memperoleh bunga yang lebih tinggi untuk memperoleh pinjaman baru. Oleh karena itu, pembiayaan modal kerja yang bersumber dari utang jangka pendek akan berpengaruh negatif pada kinerja perusahaan (Baños-Caballero et al., 2016).

Agar dapat memaksimalkan manfaat yang diterima perusahaan, maka perusahaan perlu menentukan komposisi modal kerja yang tepat terkait perbandingan pembiayaan dengan jangka pendek dan jangka panjang. Sehingga diperoleh *trade-off* atas biaya yang dikeluarkan dan manfaat yang akan diperoleh perusahaan (Altaf & Ahmad, 2019). Ketika persentase modal kerja yang menggunakan pembiayaan jangka pendek belum mencapai titik optimum, maka perusahaan akan memperoleh manfaat lebih besar dibandingkan biaya yang dikeluarkan. Namun, ketika pembiayaan jangka pendek telah melewati titik optimum, maka biaya yang dikeluarkan perusahaan akan lebih besar daripada manfaat yang diperoleh perusahaan (Baños-Caballero et al., 2016).

Selain faktor pembiayaan modal kerja, kemampuan tiap perusahaan yang berbeda akan menimbulkan pencapaian kinerja perusahaan yang berbeda pula. Oleh karena itu, *financial constraints* (kendala keuangan) dapat menjadi hambatan tiap perusahaan dalam mencapai kinerja perusahaan. (Baños-Caballero et al., (2016) menyebutkan bahwa perusahaan yang tidak mengalami *financial constraints* akan memperoleh kemudahan dalam memperoleh dana jangka pendek dan memiliki risiko bunga dan *refinancing* yang lebih rendah.

Sejauh ini, belum banyak penelitian mengenai pembiayaan modal kerja, *financial constraints*, dan kinerja keuangan, beberapa penelitian terdahulu yang telah melakukan penelitian terhadap masalah tersebut. (Baños-Caballero et al., (2016) menemukan hubungan *inverted U-shape* antara strategi pembiayaan modal kerja dengan kinerja perusahaan pada perusahaan kecil menengah di Spanyol. Panda & Nanda, (2018) melakukan penelitian pada perusahaan di India berdasarkan sektor juga menemukan hubungan *inverted u-shaped* pada industri *machinery, metal*, dan *textile industries*, sedangkan pada industri *chemical, construction*, dan *consumer goods* ditemukan hubungan *u-shaped*. Penelitian yang dilakukan oleh Altaf & Ahmad, (2019) yang dilakukan pada perusahaan non keuangan di India juga menemukan hubungan *inverted u-shaped* antara pembiayaan modal kerja terhadap kinerja perusahaan.

Penelitian ini akan berfokus pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Selain itu, penelitian ini menilai bagaimana pembiayaan modal kerja dan kendala keuangan atau *financial constraints* berpengaruh pada kinerja perusahaan.

## **MATERI DAN METODE PENELITIAN**

Komposisi modal kerja harus dilakukan secara optimal. Perusahaan perlu menyediakan modal kerja yang tidak terlalu sedikit ataupun terlalu besar. Komposisi modal kerja yang tidak tepat dapat mengganggu aktivitas perusahaan. Jumlah modal kerja yang terlalu sedikit akan mengganggu aktivitas operasional perusahaan. Ketika perusahaan mempunyai modal kerja yang terlalu besar, maka akan mengakibatkan kelebihan dana. Hal ini mencerminkan bahwa perusahaan tidak dapat melakukan pengelolaan dana dengan baik. Sehingga terdapat dana menganggur. Oleh karena itu, perusahaan perlu melakukan pengendalian modal kerja agar tercipta modal kerja yang optimal.

Modal kerja terbagi menjadi dua yaitu *gross working capital* (modal kerja bersih) dan *net working capital* (modal kerja kotor). *Gross working capital* merupakan jumlah total aset lancar, sedangkan *net working capital* merupakan jumlah aset lancar dikurangi kewajiban lancar. Sumber pembiayaan modal kerja diperoleh dari pembiayaan jangka panjang dan pembiayaan jangka pendek yang memiliki biaya dan manfaat masing-masing Altaf & Ahmad, (2019). Kebijakan dalam menentukan pembiayaan akan mempengaruhi kinerja (Baños-Caballero et al., 2016).

Altaf & Ahmad, (2019) menyebutkan bahwa kebijakan dalam menentukan pembiayaan modal kerja terbagi menjadi strategi pembiayaan konservatif dan strategi pembiayaan agresif. Strategi pembiayaan konservatif dilakukan perusahaan dengan menggunakan sebagian kecil pembiayaan jangka pendek pada aset lancar. Pembiayaan ini akan mengurangi risiko bunga dan *refinancing*. Strategi ini memiliki risiko yang rendah karena memiliki *net working capital* yang tinggi. Sedangkan strategi pembiayaan agresif dilakukan dengan menggunakan sebagian besar pembiayaan jangka pendek dalam membiayai aset lancarnya. Strategi ini akan mengurangi biaya pendanaan dan biaya keagenan. Oleh karena itu, dengan adanya biaya dan manfaat yang timbul atas masing-masing kebijakan tersebut, maka perusahaan perlu melakukan pengelolaan terhadap kebijakan modal kerja sesuai dengan karakteristik perusahaan.

Penggunaan pembiayaan jangka pendek dapat memberikan pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan ketika proporsi pembiayaan jangka pendek lebih besar pada komposisi modal kerja. Hal ini terjadi karena pembiayaan jangka pendek dapat memperoleh biaya yang lebih murah dan mengurangi biaya keagenan (Baños-Caballero et al., 2016; Jun & Jen, 2003). Disisi lain, pembiayaan jangka pendek dapat memicu munculnya risiko bunga dan *refinancing*. Perusahaan akan mengalami kesulitan memperbaiki pembiayaan jangka pendek dan membayarkan bunga atas pinjaman yang lebih tinggi. Oleh karena itu, dampak positif dan negatif yang ditimbulkan atas pembiayaan jangka pendek tergantung komposisi pembiayaan jangka pendek pada modal kerja.

Perusahaan akan menerima dampak positif kenaikan kinerja perusahaan selama proporsi pembiayaan jangka pendek memberikan manfaat yang lebih besar dibandingkan biaya yang harus dikeluarkan. Namun, perusahaan akan mengaami penurunan kinerja ketika perusahaan menggunakan pembiayaan jangka pendek lebih tinggi dengan biaya yang lebih besar daripada manfaat yang diterima (Baños-Caballero et al., 2016). Berdasarkan kajian-kajian literatur di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

### **H1: Pembiayaan modal kerja berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan**

Selain faktor pembiayaan modal kerja, kinerja perusahaan juga dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan yang memberikan hambatan dalam mencapai kinerja perusahaan

yang disebut dengan kendala keuangan (*financial constraints*). Dalam penelitian ini, kendala keuangan menggunakan variabel *size*, *growth*, *asset tangibility*, *age*, *leverage*, dan *current ratio*.

*Size* merupakan indikator ukuran perusahaan yang diukur berdasarkan nilai total aktiva dan total penjualan (Saemargani & Mustikawati, 2015). Saemargani & Mustikawati, (2015) membagi ukuran perusahaan dalam tiga kategori yakni perusahaan besar, perusahaan menengah, dan perusahaan kecil. Menurut Wufron, (2017) menyebutkan bahwa semakin besar aset perusahaan maka semakin besar ukuran perusahaan. Ditemukan bahwa *size* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Ukuran perusahaan yang besar akan menjanjikan kinerja yang positif.

*Growth* (pertumbuhan perusahaan) diukur dengan pertumbuhan penjualan. Percepatan pertumbuhan akan berpengaruh pada kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan. Oleh karena itu, semakin besar nilai *growth* maka semakin besar tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan. Altaf & Ahmad, (2019) dan Panda & Nanda, (2018) menemukan bahwa *growth* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

*Asset tangibility* merupakan aset berwujud yang digunakan dalam kegiatan operasional perusahaan. Wardhana, (2012) menyebutkan bahwa *aset tangibility* berkaitan dengan jumlah aset perusahaan yang dapat dijadikan sebagai jaminan atas risiko kredit. Semakin besar nilai *asset tangibility*, maka semakin besar jaminan perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan yang berasal dari utang (Antão & Bonfim, 2012).

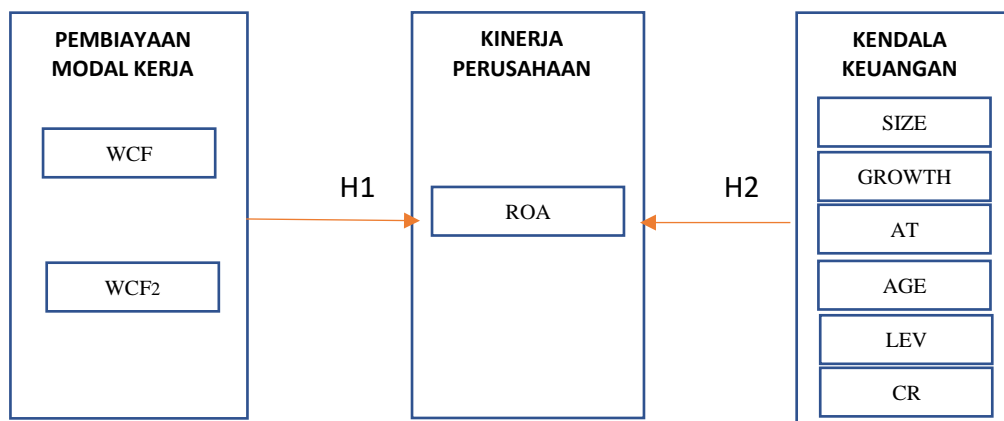
*Age* menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghadapi persaingan pasar. Hal ini akan mencerminkan kinerja perusahaan. Semakin tinggi umur perusahaan, maka kemampuan manajemen yang dimiliki perusahaan akan lebih baik. Sehingga perusahaan dapat memperoleh laba yang tinggi dan meningkatkan kinerja perusahaan yang lebih baik (Apriliani & Dewayanto, 2018).

Terkait kegiatan operasionalnya, perusahaan memiliki *leverage*. Penggunaan sumber dana eksternal (utang) oleh perusahaan akan berakibat pada kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Dalam kondisi normal, penggunaan utang akan meningkatkan profitabilitas dengan tingkat bunga yang masih rendah. Disisi lain, bunga yang ditanggung perusahaan akan semakin besar ketika perusahaan terus menambah jumlah utang. Pada batas tertentu, kemampuan profitabilitas perusahaan akan lebih kecil daripada besarnya bunga yang timbul akibat utang. Oleh karena itu, semakin banyak utang, maka semakin besar risiko bunga yang ditanggung oleh perusahaan dan akan menimbulkan penurunan kinerja perusahaan (Sudana, 2011).

*Current ratio* digunakan untuk menilai kesanggupan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. *Current ratio* yang rendah menunjukkan kinerja yang kurang baik. Akan tetapi, nilai *current ratio* yang terlalu tinggi juga menunjukkan kinerja yang buruk karena terdapat dana menganggur (Srimindarti, 2009). Oleh karena itu, *current ratio* akan mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Berdasarkan kajian-kajian literatur di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H2: Kendala keuangan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.**

Kerangka penelitian disajikan pada gambar sebagai berikut:



**Gambar 1. Model Kerangka Penelitian**

Data dalam penelitian ini diperoleh dengan mengumpulkan data sekunder dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Informasi data keuangan perusahaan tersebut dikumpulkan selama 5 tahun (2015-2019). Diperoleh total data sebanyak 618 perusahaan. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode penghapusan sampel. Pertama, dilakukan penghapusan perusahaan pada sektor keuangan termasuk perbankan dan jasa keuangan. Kedua, menghapus perusahaan yang tidak mempunyai data lengkap. Sehingga diperoleh sampel akhir sebanyak 109 perusahaan non-keuangan dengan total observasi sebanyak 545 observasi.

Penelitian ini dilakukan menggunakan pendekatan estimasi metodologi data panel dengan tujuan agar dapat mengontrol heterogenitas dan memberikan lebih banyak informasi, variabilitas, lebih efisien, serta mengurangi multikolinearitas (Hsiao, 2003). Selain itu, regresi kinerja perusahaan pada WCF diuji dengan pendekatan dinamis. Oleh karena itu, digunakan estimator *Generalized Method of Moments (GMM)* yang dirumuskan oleh Arellano dan Bond (1991). Studi yang dilakukan juga menggunakan analisis korelasi untuk menguji hubungan antar variabel dalam penelitian (Tabel I). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA. Sedangkan variabel independen dalam penelitian ini yaitu pembiayaan modal kerja dan kendala keuangan. Variabel pembiayaan modal kerja diukur dengan WCF dan WCF<sup>2</sup>, sedangkan kendala keuangan diukur dengan *Size*, *Growth*, *Asset Tangibility*, *Firm Age*, *Leverage*, dan *Current Ratio*.

**Tabel 1. Definisi Variabel**

Variabel	Singkatan	Definisi	Sumber Data
<b><u>Variabel dependen</u></b>			
<i>Return on assets</i>	ROA	Laba bersih/Total aset	Apriliani, (2018)
<i>Tobin's Q</i>	Q	Nilai pasar ekuitas + Total utang / Total aset	Sudana, (2011)
<b><u>Variabel independen</u></b>			
<i>Working capital financing</i>	WCF	Utang jangka pendek / Modal kerja Modal kerja = Aset lancar – Utang lancar	Caballero, (2014)
<i>Working capital financing squared</i>	WCF <sup>2</sup>	Pangkat dua dari WCF	Panda, (2018)
<i>Firm size</i>	Size	Logaritma natural dari total aset	Sudana, (2011)

Growth	Growth	Penjualan / Penjualan tahun sebelumnya – 1	Wufron, (2017)
Asset tangibility	AT	Aset tetap / Total asset	Sudana, (2011)
Firm age	Age	Jumlah tahun sejak perusahaan terdaftar	Loderer, (2010)
Leverage	Lev	Total utang / Total asset	
Current ratio	CR	Total aset lancar / Total utang lancar	Wardhana, (2012)

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WCF_{i,t} + \beta_2 WCF^2_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 AT_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 CR_{i,t} + \gamma_t + \delta_i + \epsilon_{i,t}$$

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil statistik deskriptif variabel yang digunakan dalam penelitian ditunjukkan dalam Tabel i. Nilai rata-rata ROA adalah 0.049 dan median 0.041. Hasil statistik deskriptif juga menunjukkan nilai rata-rata variabel WCF adalah 4.93. Nilai minimal WCF adalah 0.001 dan nilai maksimal WCF adalah 7.916. Hal ini mencerminkan heterogenitas kebijakan pembiayaan modal kerja antar perusahaan yang terdaftar di BEI. Selanjutnya, variabel *Size* dengan rata-rata logarisme natural adalah 27.377. Nilai *size* tertinggi sebesar 33.495 sedangkan nilai *size* terendah sebesar 18.268. Rata-rata penjualan (*growth*) bernilai 7.11%. Dengan pertumbuhan penjualan tertinggi sebesar 43.39% dan pertumbuhan penjualan (*growth*) terendah sebesar -91.2%.

Rata-rata *Asset Tangibility* pada sampel penelitian mempunyai rata-rata 0.514. Dengan nilai *Asset Tangibility* terbesar 0.961 sedangkan nilai terkecilnya sebesar 0.160. Nilai rata-rata umur perusahaan (*Age*) sejak didirikan adalah 34.844 tahun. Selain itu, diketahui rata-rata rasio leverage (*Lev*) dan *Current Ratio* (*CR*) adalah 0.540 dan 2.318.

Untuk membuktikan tidak ada permasalahan multikolinearitas pada data penelitian, maka dilakukan uji korelasi *Pearson* dan *variance inflation factor* (*VIFs*). Uji multikolinearitas dilakukan pada semua variabel independen (Persamaan 1). Hasil uji multikolinearitas (Tabel III) menunjukkan bahwa tidak ada koefisien antar variabel independen yang melebihi ambang batas 0.80 (Damodar:2004 dalam Altaf dan Ahmad:2019), oleh karena itu data penelitian tidak terdapat multikolinearitas. Hasil uji multikolinearitas dengan metode *VIFs* juga memberikan hasil yang sama, bahwa seluruh variabel tidak terdapat masalah multikolinearitas dengan nilai *VIF* <10.

**Tabel 2. Hasil Statistik Deskriptif**

	Mean	Median	Standard Deviation	Maximum	Minimum
ROA	0.049	0.041	0.063	0.423	-0.212
WCF	0.827	0.394	1.170	7.916	0.001
WCF2	2.050	0.155	6.632	62.666	0.000
SIZE	27.377	28.191	3.588	33.495	18.268
GROWTH	0.071	0.055	0.300	4.369	-0.912
AT	0.514	0.531	0.181	0.961	-0.160
AGE	34.844	35.000	14.543	100.000	2.000
LEV	0.540	0.391	0.618	7.771	0.001
CR	2.318	1.800	1.436	14.030	1.020

Sumber: Data diolah



**Tabel 3. Hasil Uji Korelasi**

	ROA	WCF	WCF2	SIZE	GROWTH	AT	AGE	LEV	CR	VIFs
ROA	1.000									
WCF	-0.201	1.000								7.667
WCF2	-0.104	0.903	1.000							6.497
SIZE	-0.013	0.005	-0.013	1.000						1.065
GROWTH	0.210	-0.064	-0.057	0.068	1.000					1.046
AT	0.092	0.036	0.051	0.005	0.175	1.000				1.045
AGE	0.066	0.028	0.014	0.176	-0.007	0.071	1.000			1.051
LEV	-0.273	0.260	0.155	-0.144	-0.046	-0.012	-0.023	1.000		1.151
CR	0.102	-0.427	-0.241	-0.022	-0.020	-0.058	-0.111	-0.234	1.000	1.457

**Sumber:** Data diolah

Selanjutnya, hasil analisis regresi dengan metode *General Method of Moment (GMM)*. ROA sebagai variabel dependen, ditemukan bahwa pembiayaan modal kerja (WCF) bernilai positif. Sedangkan kuadrat pembiayaan modal kerja (WCF<sup>2</sup>) bernilai negatif. Oleh karena itu H1 yang menyatakan bahwa pembiayaan modal kerja berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan diterima.

Hasil regresi yang menunjukkan WCF yang bernilai positif sedangkan WCF<sup>2</sup> negatif mencerminkan bahwa terdapat pengaruh pembiayaan modal kerja (WCF) terhadap kinerja perusahaan yang berbentuk *inverted u-shaped*. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Altaf & Ahmad, (2019) dan Baños-Caballero et al., (2016). Dari hasil regresi tersebut juga dapat diketahui bahwa Hasil ini menyiratkan bahwa ketika tingkat modal kerja yang rendah dibiayai dengan utang bank jangka pendek, maka kinerja perusahaan dapat mengalami peningkatan. Peningkatan kinerja perusahaan ini merupakan dampak dari perusahaan yang dapat mengurangi biaya bunga dan mengurangi biaya keagenan (Baños-Caballero et al., 2016). Selain itu, pembiayaan jangka pendek dapat menciptakan hubungan positif terhadap pemberi kredit dengan bunga nominal yang lebih rendah. Oleh karena itu, pembiayaan jangka pendek akan memberikan biaya yang lebih murah bagi perusahaan (Jun & Jen, 2003).

Namun, ketika perusahaan cenderung membiayai modal kerja dengan persentase yang lebih tinggi menggunakan utang jangka pendek, maka akan mengakibatkan penurunan kinerja perusahaan. Hal ini terjadi karena perusahaan mengalami *refinancing* dan risiko bunga. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian karena perusahaan mungkin menghadapi pembiayaan kembali Baños-Caballero et al., (2016) dan Altaf & Ahmad, (2019). Adanya *refinancing* dan risiko bunga dapat menimbulkan biaya *financial distress* yang lebih tinggi (Jun & Jen, 2003). Oleh karena itu, pembiayaan modal kerja dengan menggunakan proporsi pembiayaan jangka pendek lebih rendah dapat meningkatkan kinerja perusahaan daripada penggunaan pembiayaan jangka pendek yang lebih tinggi pada pembiayaan modal kerja (Altaf & Ahmad, 2019).

**Tabel 4. Hasil Uji GMM**

	Variabel Dependen (ROA)
	Coefficient
WCF	0.027
WCF2	-0.004
SIZE	0.097
GROWTH	0.078
AT	0.177
AGE	-0.014
LEV	-0.061
CR	0.007
Sargan/Hansen	21.354
Arrrelano-Bond (2)	0.148
N	109

**Sumber:** Data diolah

**Tabel 5. Hasil Uji F**

Variabel Dependen	F-statistic	Prob(F-statistic)
Roa	13.2257	0.0000

**Sumber:** Data diolah

Kemudian, dilakukan analisis regresi linear yang dilakukan pada *financial constraints* terhadap ROA sebagai variabel dependen. Ditemukan bahwa nilai *F-statistic* sebesar 13.2257 dengan *P-value* 0.0000 dimana  $< 0.05$  atau tidak lebih dari ambang batas penelitian. Sehingga, hal ini menunjukkan bahwa WCF, WCF2, Size, Growth, AT, Age, Lev, CR berpengaruh simultan terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan H2 yang menyatakan bahwa kendala keuangan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan diterima. Hasil regresi *General Method of Moment (GMM)* kendala keuangan terhadap ROA sebagai variabel pengukur kinerja keuangan menunjukkan bahwa *size, growth, asset tangibility, dan current ratio* memiliki pengaruh positif bagi kinerja keuangan. Berbeda dengan *age dan leverage* yang berpengaruh negatif pada kinerja keuangan.

*Firm size* merupakan variabel independen dari kendala keuangan yang diperoleh dari logaritma natural dari total aset. Hasil regresi menunjukkan *firm size* berpengaruh positif terhadap ROA sebagai variabel pengukur kinerja keuangan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Jun & Jen, (2003) dan Baños-caballero et al., (2014) yang menunjukkan bahwa *size* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Dibandingkan perusahaan dengan aset yang lebih kecil, perusahaan yang memiliki jumlah aset yang besar lebih baik dalam hal menjaga kestabilan dalam kegiatan operasionalnya dan menghasilkan laba yang cukup tinggi (Wufron, 2017). Besarnya jumlah aktiva perusahaan akan memperbesar jumlah modal diinvestasikan, memperbesar perputaran uang, dan memperbesar kapitalisasi pasar yang akan meningkatkan kinerja perusahaan (Azzahra & Nasib, 2019).

Hasil regresi menunjukkan bahwa *growth* (pertumbuhan perusahaan) berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi mencerminkan kinerja perusahaan yang baik. Tingkat penjualan yang tinggi ini akan berpengaruh pada kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan. Hasil regresi



tersebut sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Altaf & Ahmad, (2019) dan Panda & Nanda, (2018).

Selanjutnya, *asset tangibility* diketahui dari hasil regresi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Suatu perusahaan dengan jumlah aset berwujud bernilai besar, maka pinjaman diperoleh perusahaan akan semakin besar. Sehingga perusahaan dapat mengurangi risiko pinjaman karena memiliki aset berwujud sebagai jaminan. Dengan demikian, perusahaan dapat menghasilkan laba dan kinerja perusahaan yang baik.

Hasil regresi variabel *age* juga menunjukkan pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa jumlah umur perusahaan tidak memberikan jaminan bagi kemampuan perusahaan memperoleh laba. Selain itu, semakin tinggi umur perusahaan akan menurunkan profitabilitas perusahaan karena semakin tinggi umur perusahaan maka tata kelola perusahaan juga akan semakin menurun.

Variabel selanjutnya, *leverage* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hal ini didukung oleh teori *pecking order*. Teori ini menyebutkan bahwa struktur modal optimal ditentukan pada kebijakan pendanaan berdasarkan biaya modal yang paling murah yang berasal dari dana internal (profit). Penggunaan sumber dana eksternal oleh perusahaan ini akan berakibat pada kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Dalam kondisi normal, penggunaan utang akan meningkatkan profitabilitas dengan tingkat bunga yang masih rendah. Disisi lain, bunga yang ditanggung perusahaan akan semakin besar ketika perusahaan terus menambah jumlah utang. Pada batas tertentu, kemampuan profitabilitas perusahaan akan lebih kecil daripada besarnya bunga yang timbul akibat utang. Oleh karena itu, semakin banyak utang, maka semakin besar risiko bunga yang ditanggung oleh perusahaan dan akan menimbulkan penurunan kinerja perusahaan (Sudana, 2011). Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian dari Baños-Caballero et al., (2016).

Variabel *current ratio* pada hasil regresi menunjukkan pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa *current ratio* yang rendah menunjukkan kinerja yang kurang baik. Begitupula nilai *current ratio* yang terlalu tinggi juga menunjukkan kinerja yang buruk karena terdapat dana menganggur.

## SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh *working capital financing* dan *financial constraints* terhadap kinerja keuangan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI selama 5 tahun yaitu tahun 2015-2019. Hasil analisis dilakukan berdasarkan metode *General Method of Moment (GMM)* menunjukkan bahwa terdapat hubungan *inverted u-shaped* antara pembiayaan modal kerja terhadap kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa ketika perusahaan menggunakan pembiayaan jangka pendek selama belum mencapai titik optimal, maka kinerja perusahaan akan meningkat. Namun, semakin tinggi tingkat pembiayaan utang jangka pendek pada modal kerja akan berakibat pada penurunan kinerja perusahaan. Selain pembiayaan modal kerja, secara simultan kinerja perusahaan juga dipengaruhi oleh *financial constraints* dari tiap perusahaan. Indikator *financial constraints* yang dimiliki masing-masing perusahaan menjadi suatu karakteristik perusahaan dalam pencapaian kinerja perusahaan.

Keterbatasan dalam penelitian ini hanya menggunakan satu Teknik penilaian. Untuk penelitian selanjutnya maka disarankan untuk menggunakan metode estimasi lain seperti Spline Regressions dan membandingkan hasilnya yang menggunakan metode GMM.

## DAFTAR PUSTAKA

- Altaf, N., & Ahmad, F. (2019). Working Capital Financing, Firm Performance And Financial Constraints: Empirical Evidence From India. *International Journal of Managerial Finance*, 15(4), 464–477. <https://doi.org/10.1108/IJMF-02-2018-0036>
- Antão, P., & Bonfim, D. (2012). The Dynamics Of Capital Structure Decisions. *Banco de Portugal Working Paper*, 6, 1–42.
- Apriliani, M. T., & Dewayanto, T. (2018). Pengaruh Tata Kelola Perusahaan, Ukuran Perusahaan Dan Umur Perusahaan Terhadap Kinerja Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 7(1), 1–10.
- Azzahra, A. S., & Nasib. (2019). Pengaruh Firm Size Dan Leverage Ratio Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Pertambangan. *Jwem Stie Mikroskil*, 9(1), 13–20. <https://www.mikroskil.ac.id/ejurnal/index.php/jwem/article/view/588>
- Baños-caballero, S., García-teruel, P. J., & Martínez-solano, P. (2014). Working Capital Management, Corporate Performance And Financial Constraints. *Journal of Business Research*, 67(3), 332–338. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016>
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2016). Financing of Working Capital Requirement, Financial Flexibility and SME Performance. *Journal of Business Economics and Management*, 17(6), 1189–1204. <https://doi.org/10.3846/16111699.2015.1081272>
- Hsiao, K. H. (2003). Analysis of Panel Data. *History of Mechanism and Machine Science*, 23, 1–7. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-02009-9\\_1](https://doi.org/10.1007/978-3-319-02009-9_1)
- Jun, S. G., & Jen, F. C. (2003). Trade-Off Model Of Debt Maturity Structure. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20(1), 5–34. <https://doi.org/10.1023/A:1022190205033>
- Panda, A. K., & Nanda, S. (2018). Working Capital Financing And Corporate Profitability Of Indian Manufacturing Firms. *Management Decision*, 56(2), 441–457. <https://doi.org/10.1108/MD-07-2017-0698>
- Saemargani, F. I., & Mustikawati, I. (2015). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Solvabilitas Dan Opini Auditor Terhadap Audit Delay. *Jurnal Nominal*, 4(2), 1–15. <https://doi.org/10.25139/jaap.v2i2.1397>
- Srimindarti, C. (2009). Pengaruh Current Ratio, Total Assets Turnover, Dan Return On Investment Terhadap Kinerja Perusahaan Pada Industri Food And Beverages Yang Terdaftar Di BEJ. *Telaah Manajemen (TEMA)*, 6(2), 147–158.
- Sudana, I. M. (2011). *Manajemen keuangan perusahaan teori dan praktik*. Jakarta: Erlangga.
- Wardhana, G. H. (2012). Pengaruh Profitability, Asset Tangibility, Dan Institutional Ownership Terhadap Struktur Modal Dan Dampaknya Pada Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis Strategi*, 21(1), 95–111. <https://doi.org/10.14710/jbs.21.1.95-111>
- Wufron. (2017). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Wacana Ekonomi*, 16(3). <https://doi.org/10.37751/parameter.v4i1.31>